



老板电器 (002508): 业绩符合预期, 增长逻辑不变

中航证券金融研究所

韩雪

证券执业证书号: S0640513100001

电话: 010-64818464

邮箱: hanxue116@126.com

行业分类: 家用电器

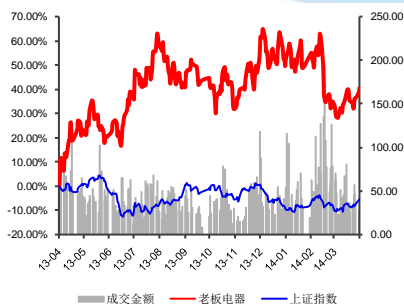
2014年4月10日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	50
当前股价(14.4.10)	35.62

基础数据

52周内高	42.79
52周内低	25.16
总市值(百万元)	9118.72
流通市值(百万元)	9118.72
总股本(百万股)	256.00
A股(百万股)	256.00
一已流通(百万股)	256.00
一限售股(百万股)	0.00
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

近一年行业指数与上证综指走势对比



数据来源: WIND

事件:

公司公布 2013 年报: 2013 年公司实现营业收入 26.54 亿元, 同比增长 35.21%; 归属于母公司所有者的净利润 3.86 亿元, 对应 EPS 为 1.51 元, 同比增长 43.9%。业绩符合预期。

点评:

业绩符合预期, 盈利能力稳步提升。 受益于高毛利产品和高毛利渠道占比提升, 2013 年公司盈利能力稳步提升, 13 年净利率达 14.2%, 四季度净利率达到 17.9% 的历史高点。考虑到公司未来毛利率较高的网购渠道的占比有望进一步提升, 加上新品带来的产品结构改善, 未来公司盈利能力有望维持提升的趋势。

中高端的厨电龙头企业, 品牌影响力稳固。 目前厨电市场的集中度低, 中怡康数据显示, 2013 年公司吸油烟机、燃气灶、消毒柜零售额占比分别为 22.7%、20%、16%。在消费升级趋势下, 高端厨电品牌有望进一步提升市场占有率。

线下渠道稳定增长, 渠道多元化进一步深入, 线上渠道和工程精装修销售渠道占比有望提升, 进而提升毛利率。 2013 年线上销售同比增长 140%, 线下零售整体实现了同比 30% 的增长, 市场份额不断提升。2014 年公司将加快工程渠道的发展。公司继续大力拓展新兴渠道, 有望在进一步扩大市场份额的同时, 提升毛利率。

盈利预测与投资建议: 公司增长逻辑不变, 维持公司“买入”的评级。我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 2.0/2.7/3.5 元, 当前股价对应的动态 PE 为 17.4/13.2/10X。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1533.89	1962.74	2653.81	3449.95	4467.69	5745.45
增长率(%)	24.54%	27.96%	35.21%	30.00%	29.50%	28.60%
归属母公司股东净利润	186.99	268.04	385.63	523.58	691.42	907.58
增长率(%)	39.19%	43.34%	43.87%	35.77%	32.06%	31.26%
每股收益(EPS)	0.730	1.047	1.506	2.045	2.701	3.545
每股股利(DPS)	0.188	0.200	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.536	1.268	1.263	1.263	2.066	2.366
销售毛利率	52.48%	53.58%	54.44%	55.00%	55.30%	55.60%
销售净利率	12.19%	13.37%	14.23%	15.18%	15.48%	15.80%
净资产收益率(ROE)	12.38%	15.52%	18.94%	20.46%	21.27%	21.83%
投入资本回报率(ROIC)	48.13%	42.58%	49.04%	58.25%	63.65%	74.05%
市盈率(P/E)	48.77	34.02	23.65	17.42	13.19	10.05
市净率(P/B)	6.04	5.28	4.48	3.56	2.81	2.19
股息率(分红/股价)	0.005	0.006	0.000	0.000	0.000	0.000



报表预测						
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1533.89	1962.74	2653.81	3449.95	4467.69	5745.45
减: 营业成本	728.87	911.03	1209.16	1552.48	1997.06	2550.98
营业税金及附加	14.88	21.63	28.08	36.00	46.61	59.95
营业费用	488.36	599.16	798.14	1036.71	1342.99	1726.51
管理费用	113.40	162.12	210.26	271.12	351.10	451.52
财务费用	-23.78	-29.50	-35.52	-30.71	-40.92	-54.53
资产减值损失	2.60	1.26	3.95	2.60	2.60	2.60
加: 投资收益	-0.05	0.09	-0.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	209.51	297.12	439.69	581.75	768.25	1008.43
加: 其他非经营损益	8.06	10.06	3.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	217.57	307.18	443.58	581.75	768.25	1008.43
减: 所得税	30.57	44.85	65.94	58.18	76.82	100.84
净利润	186.99	262.34	377.65	523.58	691.42	907.58
减: 少数股东损益	0.00	-5.70	-7.98	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	186.99	268.04	385.63	523.58	691.42	907.58
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	989.28	1071.74	1217.95	1572.66	2143.47	2804.95
应收和预付款项	317.07	474.38	609.14	721.69	1001.43	1214.11
存货	291.42	315.88	448.94	600.64	749.51	975.13
其他流动资产	0.05	30.05	2.06	2.06	2.06	2.06
长期股权投资	1.00	1.09	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.03	0.03	0.06	0.06	0.06	0.06
固定资产和在建工程	247.57	346.92	363.92	358.14	352.36	346.58
无形资产和开发支出	37.41	39.68	92.66	92.66	92.66	92.66
其他非流动资产	0.38	2.51	3.11	2.39	1.68	1.68
资产总计	1884.21	2282.29	2737.83	3350.30	4343.22	5437.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	374.17	541.43	696.12	785.02	1086.51	1272.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	374.17	541.43	696.12	785.02	1086.51	1272.93
股本	256.00	256.00	256.00	256.00	256.00	256.00
资本公积	969.26	969.31	969.31	969.31	969.31	969.31
留存收益	284.77	501.61	810.44	1334.02	2025.44	2933.02
归属母公司股东权益	1510.04	1726.92	2035.75	2559.33	3250.75	4158.33
少数股东权益	0.00	13.94	5.96	5.96	5.96	5.96
股东权益合计	1510.04	1740.86	2041.71	2565.29	3256.71	4164.29
负债和股东权益合计	1884.21	2282.29	2737.83	3350.30	4343.22	5437.22
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	137.17	324.59	323.25	323.32	529.01	605.81
投资性现金净流量	-142.39	-195.82	-87.45	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-48.00	-31.51	-76.80	31.39	41.81	55.67
现金流量净额	-53.25	97.12	158.96	354.71	570.82	661.48

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

韩雪，SAC执业证书号：S0640513100001，北京大学管理学硕士、香港大学金融学硕士，从事纺织服装及家用电器行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。